DOI:10.19641/j.cnki.42-1290/f.2018.08.018

高管团队人力资本差异与并购期间

姚 成[1,2](博士)

【摘要】对高管团队人力资本差异与并购期间的关系进行研究发现:主并购公司与被并购公司的高管团队人力资本差异越小,并购期间越短;主并购公司与被并购公司的高管团队人力资本差异越大,并购期间越长。进一步回归发现,民营企业高管团队人力资本差异的增大显著延长了企业的并购期间。

【关键词】高管团队;人力资本差异;并购期间;国有企业;民营企业

【中图分类号】F272.3 【文献标识码】A 【文章编号】1004-0994(2018)10-0131-5

一、引言

近年来,越来越多的企业期望通过并购方式提升竞争力,缩短企业成长时间,因此,并购的成败一直受到实务界与学术界的广泛关注。学者们从财务、法律、信息科技、组织、策略等方面对此进行了探讨(Lubatkin,1983;Zollo、Singh,2004)。研究发现,并购若仅是结合两家公司的市场与财务目标并不能保证成功,并购的事前整体规划、事中整合运作、事后公司组织效能整合会出现诸多问题。然而,掌握并购的完成时效也非常重要,因为并购谈判及协商会耗费大量时间,任何一个环节的疏失都会导致时间的耽误,最后可能导致并购失败(董静、孟德敏,2016)。此外,在并购过程中,主并购公司高管团队不但时常与被并购公司的高管团队相互沟通,以了解被并购公司的现况及要求,也会从被并购公司高管团队的专业角度出发相互讨论,以作为未来并购整合决议的参考。所以,管理团队相较于一般员工应更具备对并购整合事项给予建议甚至进行决议的能力。然而,从并购前的换股价格、统一对外并购宣告日、董事会职位撤换、业务整合规划、双方工作内容、薪资福利、信息系统整合到办公地点迁移决策、工厂效能整合等,每一个并购环节都会受主并购公司与被并购公司高管团队成员之间专业角度、理念、价值观、背景等因素影响,造成沟通协商时间增加,导致并购期间一再地改变,甚至影响决策结果与并购成败。因此,本文研究高管团队人力资本差异与并购期间的关系,分析主并购公司与被并购公司的高管团队人力资本差异对并购期间的影响,以期提出缩短并购期间的建议。

二、文献综述与研究假设

Bradley、Korn(1979)在其对一百多个并购案例的研究中发现,大部分并购成功案例均与高管的参与及授权有关。许多研究认为高管团队的差异性或者多元化能影响组织所有层级(Weber,1996)、组织文化塑造(Schein,1985)以及组织决策特性(Hambrick,1989)等。然而,研究高管团队差异性与并购相关性的文献仍较少,且大多数文献从主并购公司或被并购公司单方面探讨并购的效果(董莉军,2012;Kenneth、Blanine 和 Lawlow,2009),并没有从双方角度探讨公司的高管团队人力资本差异性可能对并购期间造成的影响。

不论公司位于并购过程中的何种阶段,主并购公司与被并购公司高管团队之间的协商与整合对并购的成果具有关键影响。依据学者 Markus、Kitayama(1991)的研究,组织团队差异性或者多元化的存在,隐含着各团队信念不同,因此,即使对于同样的行为,不同团队都会有不同的解读,造成人际互动成本升高。组织必须考虑其差异性来分配资源及进行流程设计,予以合理规划(Hill,2014)。因此,本研究认为,若并购期间公司能充分考虑主并购公司与被并

购公司双方之间的人力资本差异性，必将有助于双方对并购达成共识，缩短并购整合期间，也能促使企业以并购方式压缩企业成长时间。

Eisenhardt（1989）将团体互动过程作为高管团队差异性或者多元化与公司绩效的调节变量，探讨其团体互动过程模式与决议产生模式是否会受其成员彼此的背景、价值观、性别等的影响，而所产生的互动效果能影响团体决策制定速度及质量。过往研究多探讨单一高管团队内成员互动行为，本研究则在其团体互动论点的基础上进行延伸，认为在双方高管团队进行团体间互动的过程中，其差异性越大所造成的直接情绪反应越大，越不愿意倾听他人，也不愿意合作。而差异性所带来的情绪反应会影响双方的合作态度与效率（Holmes，1995）。本文以社会心理学者观点分析双方公司高管团队的人力资本差异性。Williams、Reilly（1998）认为团队性别与年龄分布越具有差异性，越容易意识到彼此的差异，进而引发不同的对待方式与行为。而在此情况之下，双方团队之间也会因社会分类机制作用而产生对彼此的偏见与歧视，更容易意识到彼此的不同，并使得彼此无法放下成见，也越不容易共同为达成决议而努力合作。尤其是团队间人力资本差异性越大，越容易对彼此产生误解及引发焦虑情绪。另外，根据社会认定理论，谢志华等（2017）强调团队之间协商过程中的双方态度、行为及人力资本差异性所引发的认知结构差异会对处理人际信息造成影响，所以即使相同的行为团队间的解读与归因也会不同，并且认知结构的不相似性越高，其团队间的人际互动成本越高。因此，若要克服其团队间的差异性，需花费更多心力以协助团队达成共识。可见，主并购公司与被并购公司高管团队在进行团队互动的过程中，会受双方人力资本差异性程度的影响。

根据社会心理观点推论，双方公司管理团队做出并购决定时，当主并购公司高管团队人力资本小于被并购公司高管团队人力资本，被并购公司高管团队越有能力争取自身利益，也越容易对主并购公司高管团队的决议有成见，并易引发情绪上的反感，造成彼此合作沟通出现困难，从而导致并购期间延长。因此，若被并购公司高管团队人力资本大于主并购公司高管团队人力资本很多时，被并购公司的高管团队对主并购公司高管并购决议越具有反抗性，并购期间越容易延长。因此，本文提出如下假设：

假设：主并购公司与被并购公司的高管团队人力资本差异越小，并购期间也越短；被并购公司与主并购公司的高管团队人力资本差异越大，并购期间越长。

三、研究设计

（一）数据来源

本研究样本来源于CSMAR数据库2006～2016年的上市公司并购案例。另外，借由各大财经报纸来取得并购宣告日、并购完成日、并购失败日、并购方式的数据。其并购性质不论为吸收合并还是创设合并皆列入研究样本，也不限制换股合并或现金收购的并购案例。同时，管理团队背景资料则根据年报数据手工收集。剔除资料不全且未分类的12家公司，筛选后留下290家上市企业作为研究样本。符合本研究选样标准的样本共有1300个，涉及电子产业、化工产业、食品行业、运输业、造纸业等产业。本研究对所有连续变量在1%和99%分位上进行winsorize缩尾处理。

（二）变量衡量

1. *人力资本差异*。由于本研究主要是探讨主并购公司与被并购公司的高管团队人力资本差异性对并购期间的影响，因此，将团队多元化程度作为团队的人力资本指标。Miller、Triana（2009）的研究认为，在衡量团队的多元化程度时，Blau´s index为较理想的多元化程度指标。其计算公式为：$1-\Sigma p^2K$，其中k=1，2…表示k个可能的分类数，而p代表高管团队成员总数在第k类中所占的比例，高管团队多元化程度越高，Blau´s index数值越大，理论上的最大值可通过（k−1）/k计算，k表示每一变量所做的分类数（Biemann、Kearney，2009）。这表示若一变量所做的分类数越多，其Blau´s index越大。本研究对高管团队多元化的定义包括性别、任期、总持股比率、学历地区、学历程度、经验背景。然而，考虑到以多元化程度作为高管团队指标，因此又将学历地区、学历程度、经验背景的多元化程度指标合并为一个分类项，以表示一个高级管理团队人力资本的多样性与丰富性。另外，对各分类项依据不同变量的多元化程度做适当修正，使结果不受各个变量设定的分类数多少的影响。Agresti（1978）指出，每一变量的Blau´s index介于0～1之间。通过标准化的过程，使调整过后的Blau´s index数值不再受变量设定的分类数影响。本研究也将以调整后的指数来进行分析。

2. *并购期间*。本研究的数据均采用我国上市公

司并购案例，在此基础上，并购程序遵循三个层次：并购宣告日、并购基准日及并购完成日。从双方公司确认并购宣告日开始，主并购公司与被并购公司的高管团队会进行相关并购整合的沟通，以作为未来并购整合的决策基础。定义并购宣告日为公司在并购时第一次媒体正式宣布的日期，因此，将上市公司进行并购时，并购信息第一次在财经报纸上披露的时点作为并购宣告日基准。而并购完成日则指整个并购整合完成的日期，时间以月为单位计算，故若宣告日为5月21日，完成日为6月21日，则并购期间计算为1个月。由于此时点部分数据较不完整，因此辅以财经日报的披露，将下列均作为时间节点的判定标准：①董事会高管团队的成员更换宣告日期；②双方办公迁移整合的宣告；③双方工厂、业务效能整合的宣告等。

（三）计量模型与变量定义

本文设计了如下模型，用以检验相关假设：

$$DAP=\alpha_0+\alpha_1DBM+\alpha_2MAA+\alpha_3AV+\alpha_4SIZE+\alpha_5NOE+\alpha_6ROA+\alpha_7LEV+\alpha_8Growth+\alpha_9Nature+\Sigma\beta_iYear_t+\Sigma\gamma_iIndustry_t+\varepsilon$$

根据本文的研究假设，预计主并购公司与被并购公司的高管团队人力资本差异（DBM）与并购期间（DAP）显著正相关，即主并购公司与被并购公司的高管团队人力资本差异越小则并购期间越短。这是因为团队性别与年龄分布越具差异性，其越容易意识到彼此的差异，也越不容易为达成决议而努力合作。尤其团队间人力资本差异越大，越容易对彼此产生误解及引发焦虑情绪。另外，团队之间协商过程中的双方态度、行为及人力资本差异性所引发的认知结构会对处理信息造成影响，因此，即使是相同行为，在团队间的解读与归因也会不一致。此外，预计被并购公司与主并购公司的高管团队人力资本差异（MAA）与并购期间（DAP）显著正相关，即被并购公司与主并购公司的高管团队人力资本差异越大则并购期间越长。这是因为，双方管理团队做出并购决定时，若主并购公司高管团队人力资本小于被并购公司高管团队人力资本，被并购公司高管团队越有能力争取自身利益，也越容易对主并购公司高管团队的决议有成见，易引发情绪上的反感，造成彼此合作沟通出现困难，拖延并购期间。

此外，预计本文的控制变量——企业规模（SIZE）、企业员工人数（NOE）、总资产报酬率（ROA）、公司成长性（Growth）、企业年龄（EA）均与并购期间（DAP）显著正相关，即并购双方规模越大、员工越多、资产报酬率越高、企业成长性越好、企业创建时间越久，就越有能力解决并购中出现的问题并缩短并购期间。资产负债率（LEV）与并购期间（DAP）显著负相关，即公司借债越多越可能意味着没有能力解决并购中出现的问题。无法预测是否为民营企业（Nature）与并购期间（DAP）的关系，即无法了解是民营还是国有企业更能缩短并购期间。具体变量定义如表1所示。

表1　　变量定义

变量类型	变量代码	变量名称	变量定义
因变量	DAP	并购期间	并购宣告日开始到并购完成日为止
自变量	DBM	主并购公司与被并购公司的高管团队人力资本差异	根据Blau´s index计算
	MAA	被并购公司与主并购公司的高管团队人力资本差异	根据Blau´s index计算
	AV	DBM与MAA的绝对值	根据Blau´s index计算
控制变量	SIZE	企业规模	期末总资产的自然对数
	NOE	企业员工人数	企业员工人数的自然对数
	ROA	总资产报酬率	净利润/总资产
	LEV	资产负债率	企业负债总额/资产总额
	EA	企业年龄	企业设立年限
	Growth	公司成长性	（年末总资产－年初总资产）/年初总资产
	Nature	是否为民营企业	虚拟变量，为民营企业时取1，否则取0
	Industry	行业	虚拟变量，来控制不同行业的影响
	Year	年度	虚拟变量，来控制不同年份的影响

四、实证结果与分析

（一）描述性统计

表2为变量的描述性统计结果。由表2可知，并购期间（DAP）差异较大，表明一部分样本公司的并购存在问题，并购难度较大。高管团队人力资本差异的三个变量即主并购公司与被并购公司的高管团队人力资本差异（DBM）、被并购公司与主并购公司的

高管团队人力资本差异（MAA）以及DBM与MAA的绝对值的最大值与最小值差距较大，表明并购企业与被并购企业间的人力资本差异存在较大不同，一些样本企业的人力资本差异较大可能是导致并购期间过长的原因。此外，公司规模（SIZE）、企业员工人数（NOE）、总资产报酬率（ROA）、公司成长性（Growth）、资产负债率（LEV）、企业年龄（EA）的最大值与最小值差异较大，表明样本企业从规模、员工人数、收益、成长性、负债、企业存在的年数等方面均存在较大差异，能够进行回归。是否为民营企业（Nature）的均值显示，有56.7%的企业为民营企业。

表2　变量的描述性统计

变量	N	Min	Max	Mean	SD
DAP	1300	20	105	57.480	0.992
DBM	1300	0.012	0.452	0.321	0.682
MAA	1300	0.032	0.559	0.451	0.721
AV	1300	0.012	0.559	0.500	0.698
SIZE	1300	1.735	47.688	22.850	0.791
NOE	1300	1.370	13.839	7.729	1.382
ROA	1300	1.745	38.267	14.055	0.459
LEV	1300	0.169	1.051	0.436	0.512
EA	1300	1.120	13.440	6.352	1.100
Growth	1300	0.087	0.942	0.512	0.585
Nature	1300	0	1	0.567	0.460

（二）回归分析

表3列示了高管团队人力资本差异与并购期间的回归结果。结果显示，主并购公司与被并购公司的高管团队人力资本差异（DBM）与并购期间（DAP）显著正相关。这是因为，团队性别与年龄分布越具差异性，越容易意识到彼此的差异，也越不容易为达成决议而努力合作。另外，团队之间协商过程中的双方态度、行为及人力资本差异性所引发的认知结构不同会对处理信息造成影响，因此，即使是相同的行为，团队间的解读与归因也可能不一致。同时，被并购公司与主并购公司的高管团队人力资本差异（MAA）与并购期间（DAP）显著正相关。这是因为在双方公司管理团队做出并购决定时，若主并购公司高管团队人力资本越小于被并购公司高管团队人力资本，被并购公司高管团队越有其能力争取自身利益，也越容易对主并购公司高管团队的决议有成见，并易引发情绪上的反感，使并购期间延长。此外，DBM与MAA的绝对值（AV）与DAP显著正相关，该结果支持了本文的研究假设。这表明，高管团队人力资本差异减小能显著缩短企业的并购期间。在控制变量方面，公司规模（SIZE）、总资产报酬率（ROA）、企业年龄（EA）分别与DAP显著正相关，即公司规模越大、资产报酬越高、企业创建时间越久就越有能力缩短并购期间。是否为民营企业（Nature）与DAP的关系显著为正，即民营企业与国有企业相比更能延长并购期间。

表3　高管团队人力资本差异与并购期间回归结果

变量	预期符号	DAP	DAP	DAP
DBM	+	0.022*** (2.758)		
MAA	+		0.048*** (2.692)	
AV	+			0.081*** (2.872)
SIZE	+	0.235*** (2.646)	0.201*** (2.676)	0.232*** (2.661)
NOE	+	0.012 (1.334)	0.019 (1.214)	0.023 (1.311)
ROA	+	0.026*** (2.668)	0.027*** (2.661)	0.042*** (2.982)
LEV	−	−0.131 (−1.003)	−0.101 (−1.001)	−0.127 (−1.093)
EA	+	0.125*** (2.668)	0.111*** (2.872)	0.173*** (2.753)
Growth	+	0.122 (1.100)	0.107 (1.214)	0.125 (1.235)
Nature	+	0.103*** (2.678)	0.146*** (2.782)	0.123*** (2.892)
Industry		控制	控制	控制
Year		控制	控制	控制
Adj.R^2		0.267	0.279	0.268
No. of obs		1300	1300	1300

注：***、**、*分别表示1%、5%和10%的显著性水平，括号内为t值。下同。

表4列示了企业性质、高管团队人力资本差异与并购期间的回归结果。结果显示，并购期间（DAP）与Nature×DBM显著正相关。这表明，民营企业团队性别与年龄分布越具差异性，其越容易意识到彼此的差异，也越不容易为达成决议而努力合作。民营企业并购与被并购团队之间的差异会导致团队间差异，增加并购的时间。并购期间（DAP）与Nature×MAA显著正相关。这表明民营企业管理团队做出并购决定时，若主并购公司高管团队人力资本小于被

并购公司高管团队人力资本，被并购公司高管团队越有能力争取自身利益，也越容易引发情绪上的反感并拖延并购期间。此外，并购期间（DAP）与Nature×AV显著正相关，这表明民营企业高管团队人力资本差异的增大显著延长了企业的并购期间。

表4　企业性质、高管团队人力资本差异与并购期间回归结果

变量	预期符号	DAP	DAP	DAP
DBM	+	0.026*** （2.668）		
Nature×DBM	+	0.039*** （2.783）		
MAA	+		0.022*** （2.763）	
Nature×MAA	+		0.067*** （2.770）	
AV	+			0.089*** （2.890）
Nature×AV	+			0.088*** （2.569）
SIZE	+	0.223*** （2.998）	0.224*** （2.786）	0.225*** （2.897）
NOE	+	0.044 （1.005）	0.048 （1.006）	0.051 （1.017）
ROA	+	0.046*** （2.764）	0.051*** （2.781）	0.049*** （2.799）
LEV	−	−0.122 （−0.312）	−0.133 （−0.432）	−0.168 （−0.436）
EA	+	0.021*** （2.783）	0.047*** （2.764）	0.036*** （2.771）
Growth	+	0.145 （1.121）	0.125 （1.133）	0.137 （1.125）
Industry		控制	控制	控制
Year		控制	控制	控制
Adj.R^2		0.298	0.232	0.245
No. of obs		1300	1300	1300

五、研究结果与建议

本文研究了高管团队人力资本差异与并购期间的关系。研究发现，主并购公司与被并购公司的高管团队人力资本差异越小，并购期间越短；被并购公司与主并购公司的高管团队人力资本差异越大，并购期间越长。进一步回归发现，相比国有企业，民营企业高管团队人力资本差异的增加更显著延长了企业的并购期间。

根据上述结论，提出如下建议：①主并购企业在并购时应先了解被并购企业高管团队人力资本差异。主并购公司与被并购公司的高管团队人力资本差异越小，并购期间越短，因此在并购时，主并购企业可以考虑他们之间的差异。如果差异过大，可考虑采取直接接管等方式进行并购，这样能节约一定的时间。②民营企业在并购时尤其需要注意双方高管团队人力资本差异。研究发现，民营企业高管团队人力资本差异的增大显著延长了企业的并购期间。因此，民营企业需注意并购双方的高管团队人力资本差异。如果人力资本差异较大，民营企业可派团队先对被并购企业人力资本进行管理后再实施并购。

主要参考文献：

Zollo M., Singh H.. Deliberate learning in corporate acquisitions: Post−acquisition strategies and integration capability in US bank mergers[J]. Strategic Management Journal，2004(13).

董静，孟德敏. 高管团队人力资本特征对企业风险投资引进策略的影响[J]. 科研管理，2016(11).

董莉军. 上市公司跨国并购绩效的实证检验[J]. 财会月刊，2012(2).

谢志华，董昊明，王慧美等. 并购市场时机、管理层过度自信与并购绩效[J]. 财会月刊，2017(3).

Hill C. W. L., Jones G. R., Schilling M. A.. Strategic management theory: An integrated approach [M]. New york: Cengage Learning，2014.

作者单位：1.中国社会科学院人口与劳动经济研究所，北京100102；2.重庆师范大学审计处，重庆404100